

Dari Variabel Makroekonomi Ke Return Saham: Studi Literatur Dan Fakta Empiris Pada *Emerging Market Economy*

Faizal Reza

rezafaizaluntagsmd@gmail.com

Program Studi Manajemen, Universitas 17 Agustus 1945 Samarinda, Indonesia

Abstrak

Seiring dengan perkembangan perekonomian, kontribusi variabel makroekonomi disinyalir cukup besar dalam mempengaruhi return saham. Beberapa teori sejak lama dikembangkan guna menangkap hipotesis ini. Artikel ini bertujuan untuk mengkaji literatur dan fakta empiris mengenai pengaruh variabel makroekonomi terhadap return saham pada *Emerging Market Economy*. Penelitian ini menggunakan pendekatan literature review dimana artikel yang relevan dikumpulkan dan dianalisis untuk memahami hubungan antara faktor eksternal makroekonomi dan kondisi pasar saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa metode perhitungan dengan pendekatan berbeda mempengaruhi interpretasi data pasar. Faktor-faktor seperti tingkat bunga, inflasi, dan nilai tukar memiliki dampak signifikan yang bervariasi terhadap return saham. Pertumbuhan ekonomi nampaknya menunjukkan pengaruh yang tidak selalu jelas, sehingga memerlukan analisis lebih lanjut. Pendekatan CAPM dan APT sejak lama digunakan untuk menganalisis return saham, dimana CAPM fokus pada risiko sistematis, sedangkan APT menawarkan pendekatan lebih luas dengan mempertimbangkan berbagai faktor risiko yang memungkinkan analisis yang lebih komprehensif terhadap pergerakan harga saham itu sendiri. Penelitian ini juga mengeksplorasi bagaimana pengaruh faktor-faktor makroekonomi utama seperti inflasi, tingkat bunga, nilai tukar, dan pertumbuhan ekonomi (GDP) terhadap return saham di pasar negara sedang berkembang. Temuan ini memberikan pemahaman yang lebih dalam tentang peran kritis faktor-faktor makroekonomi tersebut dalam mempengaruhi dinamika pasar modal di negara-negara sedang berkembang.

Kata kunci: Variabel Makroekonomi; Return Saham; CAPM; APT; *Emerging Market Economy*.

 This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Pendahuluan

Saham adalah sekuritas yang dapat menghasilkan pendapatan dan aset bagi perusahaan/korporasi yang diperdagangkan (Shabbir et al., 2023). Saham penting bagi negara untuk meningkatkan peran lembaga dan mengurangi ketidakstabilan ekonomi makro guna menarik investasi domestik. Hubungan kausalitas antara saham dan variabel makroekonomi masih hangat diperdebatkan, terutama pada *Emerging Market Economy*. Banyak literatur menunjukkan hasil yang membingungkan terkait arah hubungan ini. Implikasi dari penelitian di Asia Pasifik menunjukkan pentingnya menjaga makroekonomi yang stabil untuk meningkatkan kinerja pasar modal (Candera et al., 2021). Lebih lanjut Investor harus fokus pada variabel makroekonomi jika menginginkan *return* pada investasinya, termasuk pada pasar modal. Pasar saham tidak hanya berfungsi sebagai alat untuk mengumpulkan modal, tetapi juga sebagai mekanisme untuk menyalurkan dana ke peluang investasi yang paling menguntungkan (Ali, 2023). Penelitian ini juga menyoroti

pentingnya peran lembaga dalam menjaga stabilitas ekonomi makro dan memperkuat kinerja pasar modal, khususnya di kawasan Asia Pasifik.

Perekonomian merupakan lingkungan kompleks dengan variabel dan instrumen yang saling berinteraksi, termasuk pasar modal. Pasar modal penting bagi perkembangan ekonomi dan pemerataan pendapatan, melibatkan badan usaha dan masyarakat dalam kepemilikan saham, sehingga menjadi instrumen investasi yang menarik. Fluktuasi harga saham yang terus berubah membuat perilakunya menarik untuk dianalisis terkait dampak pasar modal pada pertumbuhan ekonomi. Pemerataan pendapatan dapat terjadi melalui dividen yang mendukung skala usaha, tenaga kerja, dan pendapatan negara. Untuk *return* saham yang optimal, investor mempertimbangkan faktor internal-eksternal, melalui model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dan *Arbitrage Pricing Theory (APT)*.

HARGA SAHAM

Harga saham terbentuk dari interaksi permintaan dan penawaran atas sekuritas, dipengaruhi oleh profit perusahaan masa depan. Nilai saham dibedakan atas nilai nominal, harga dasar, dan harga pasar. Beberapa faktor mempengaruhi harga saham, termasuk faktor fundamental emiten, permintaan dan penawaran, suku bunga, nilai tukar, serta berita dan rumor. Penilaian saham bertujuan untuk menilai apakah saham *overvalued* atau *undervalued* dengan membandingkan nilai intrinsik dan harga pasar saat ini. Ada dua metode utama penilaian saham: analisis teknikal dan fundamental. Analisis teknikal berfokus pada pola historis harga saham, sedangkan analisis fundamental memeriksa kondisi keuangan dan ekonomi perusahaan, termasuk melalui rasio keuangan seperti ROA, ROE, PER, dan lainnya. Analisis Fundamental berusaha memperkirakan harga saham masa depan dengan menganalisis faktor-faktor perusahaan.

Indeks saham adalah nilai representatif sekelompok saham yang berfungsi sebagai indikator perubahan nilai pasar berdasarkan kriteria tertentu, seperti IHSG, LQ45 di Indonesia, dan Dow Jones di Amerika Serikat. Selain menunjukkan pergerakan pasar saham, indeks juga digunakan sebagai indikator trend pasar modal, tingkat keuntungan, dan acuan kinerja portofolio. Ada tiga metode utama menghitung indeks saham, yaitu *Price-Weighted* (rata-rata harga saham), *Market-Weighted* (berdasarkan kapitalisasi pasar), *Equally-Weighted* (semua saham diberi bobot sama). Sedangkan metode lain seperti Metode *Fundamental-Weighting* menggabungkan kapitalisasi dengan karakteristik fundamental perusahaan.

FAKTOR DETERMINAN YANG MEMPENGARUHI HARGA SAHAM

Lingkungan ekonomi makro merupakan lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Untuk itu, seorang investor harus mempertimbangkan beberapa indikator ekonomi makro yang bisa membantu investor dalam membuat keputusan investasinya. Indikator ekonomi makro yang sering kali dihubungkan dengan harga saham adalah fluktuasi tingkat bunga, inflasi, kurs rupiah, dan pertumbuhan ekonomi. Beberapa studi telah dilakukan untuk menguji pengaruh variabel ekonomi terhadap harga saham. Pradhan et al. (2019) memeriksa efek dari variabel makroekonomi (tingkat inflasi dan tingkat suku bunga riil) terhadap harga saham. Untuk menjamin kevalidan ia menggunakan set data panel dari negara-negara G-20 untuk periode 1991-2016. Mereka menyampaikan pasar saham tersebut saling melengkapi dan secara positif berdampak pada stabilitas makroekonomi.

Tingkat bunga adalah faktor penting yang mempengaruhi harga saham. Bank sentral mengatur suku bunga untuk mengelola pertumbuhan ekonomi. Ketika suku bunga naik, bisnis kesulitan meminjam uang murah, meningkatkan biaya modal dan menurunkan return investasi. Akibatnya, laba perusahaan dan harga saham turun. Tingkat bunga yang tinggi memberi sinyal negatif pada harga saham, menunjukkan hubungan negatif antara keduanya. Sebaliknya, penurunan suku bunga mendorong peningkatan bisnis dan harga saham. Hubungan erat antara harga saham dan variabel makroekonomi akan dijelaskan lebih lanjut melalui teori CAPM dan APT.

Hubungan negatif antara suku bunga dan harga saham juga berlaku pada inflasi. Inflasi yang tinggi sering dikaitkan dengan ekonomi yang terlalu panas dimana harga-harga naik dalam jangka panjang. Hal ini membuat investor khawatir akan kerugian di masa depan, karena modal sulit menghasilkan laba. Inflasi yang tinggi menurunkan profit perusahaan, yang akhirnya menyebabkan harga saham turun. Jauh kebelakang, terdapat hubungan jangka panjang antara perubahan harga saham dengan variabel makroekonomi di Amerika, dan hubungan positif antara *return* saham dan inflasi (Fama, 1981). Studi menemukan bahwa terdapat kointegrasi hubungan jangka panjang antara variabel makroekonomi yang salah satunya diwakili oleh inflasi dan harga saham, serta tingkat inflasi merupakan variabel makroekonomi utama yang memiliki dampak besar pada ekonomi secara umum dan khususnya pada pasar saham (Eldomiaty et al., 2019).

Hubungan antara nilai tukar dan harga saham telah banyak menyita perhatian para peneliti. Usaha untuk memeriksa hubungan antara nilai tukar dan harga saham awalnya dilakukan oleh (Agrawal, 1981; Soenen, 1988; Hennigar, 1988) dengan korelasi antara nilai tukar dan harga saham (Agrawal et al., 2010). Secara teori, hubungan nilai tukar dan harga saham adalah negatif. Jika nilai tukar melemah terhadap mata uang asing, biaya impor akan meningkat, sehingga menurunkan laba perusahaan. Penurunan laba mengindikasikan kinerja perusahaan yang buruk, oleh karenanya banyak investor melepas sahamnya, menyebabkan harga saham turun. Nilai tukar merupakan faktor penting yang mempengaruhi profitabilitas dan daya saing internasional perusahaan. Saat mata uang terdepresiasi, eksportir kehilangan daya saing di pasar internasional, pada gilirannya akan mengurangi profit dan menurunkan harga saham.

Hubungan antara pertumbuhan ekonomi (GDP) dan harga saham masih ambigu. Secara teori, sistem keuangan mempengaruhi tabungan, investasi, inovasi, dan pertumbuhan ekonomi. Namun, penelitian empiris sering menunjukkan prediksi dan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dan pasar modal. Lembaga keuangan dan pasar keuangan penting bagi pertumbuhan ekonomi ketika kita dapat mengontrol bias dalam estimasi penelitian. Semakin baik sistem keuangan maka dapat meringankan kendala pendanaan eksternal yang dihadapi oleh perusahaan (Levine, 2005). Sedangkan karena adanya limitasi peran institusi keuangan baik di negara maju dan negara sedang berkembang mengakibatkan adanya penilaian yang pesimis mengenai peran dari sistem keuangan terhadap pembangunan ekonomi itu sendiri (Stiglitz, 1989). Abbas et al. menyatakan banyak studi menunjukkan perbedaan pandangan baik secara teori maupun empiris, teori tradisional meyakini bahwa tidak ada hubungan antara pasar modal dan pertumbuhan ekonomi (Abbas, 2016).

TEORI RETURN SAHAM

Terdapat teori yang melandasi analisa risiko dan *return* saham serta pergerakan harga saham, yaitu *Capital Asset Pricing Model Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). CAPM menyatakan bahwa risiko spesifik perusahaan dapat mempengaruhi *return* dari saham. CAPM mengasumsikan bahwa risiko surat utang jangka panjang bersifat bebas risiko (*risk free*) dan investor mendapatkan tingkat nol risiko. Dengan diversifikasi, maka risiko pada aset dapat dihindari sehingga total risiko tidak mempengaruhi harga aset (Sharpe, 1964). Sedangkan APT menyatakan bahwa *return* aset dapat dianggap sebagai model K faktor yang mana dipengaruhi oleh banyak faktor tidak hanya oleh risiko portfolio saja seperti pada CAPM. Karena menawarkan model K faktor dibanding *single* faktor maka CAPM secara teori dapat dianggap sebagai kasus khusus dari APT. APT sendiri menggambarkan harga asli dari sekuritas yang mana hal tersebut menyebabkan *mispriced* terhadap harga yang diprediksi oleh model APT. Sehingga hal ini akan digunakan oleh *arbitrageurs* untuk menentukan apakah saham *overvalue* atau *undervalue* (Musharbash, 2016).

Sedikit Lebih dalam Mengenai Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan suatu teori atau model yang menggambarkan hubungan antara risiko sistematis dan *return* yang diharapkan dari aset, semisal saham. CAPM pertama kali diperkenalkan pada awal 1960an oleh (Treyner, 1961), (Sharpe, 1964), (Lintner, 1965), (Mossin, 1966). CAPM secara luas telah digunakan dalam bidang keuangan dalam menilai harga sekuritas. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz pada tahun 1952 dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*Systematic Risk*) dan risiko tidak sistematis (*Unsystematic Risk*). *Unsystematic Risk* adalah bagian dari risiko dalam sebuah perusahaan yang dapat dipisahkan. Sedangkan *Systematic Risk* adalah bagian yang tidak dapat dipisahkan yang berhubungan dengan seluruh pergerakan pasar saham. Dalam penilaian risiko saham biasa cenderung digolongkan sebagai investasi yang berisiko. Saham berisiko dapat dikombinasi dalam sebuah portofolio menjadi investasi yang lebih rendah risiko dari pada saham tunggal biasa. Diversifikasi akan mengurangi risiko tidak sistematis (*Unsystematic Risk*), tetapi tidak dapat mengurangi risiko yang sistematis (*Systematic Risk*) (Markowitz, 1952).

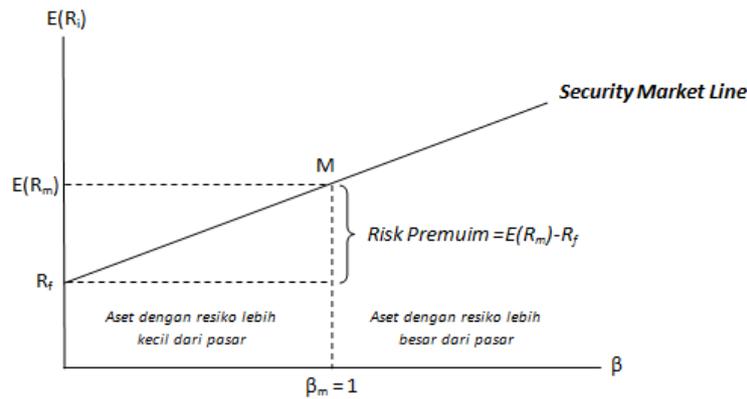
Sensitivitas sekuritas terhadap perubahan *return* portofolio pasar dapat pula disebut sebagai *Systematic Risk* atau *Market Risk*. Sensitivitas sekuritas itu artinya adalah risiko sekuritas yang dilambangkan dengan *beta* (β). Secara teknis, CAPM merupakan model penetapan harga aktiva *equilibrium* yang menyatakan bahwa ekspektasi *return* atas sekuritas tertentu adalah fungsi linear positif dari sensitivitas sekuritas terhadap *return* portofolionya. Beberapa asumsi yang digunakan dalam teori CAPM diantaranya investor adalah para *price-takers*, artinya investor tidak dapat mempengaruhi harga saham, investor bertindak atas pertimbangan *expected value* menggunakan *standard deviasi return*, investasi sepenuhnya dapat dibagi-bagi dimana investor dapat berinvestasi sekecil apapun pada seluruh jenis sekuritas, investor dapat menyimpan dan meminjam aset dengan tingkat bunga yang sama dan tidak berisiko (*Fixed Risk Free Rate*), serta tidak adanya biaya transaksi dan pajak penjualan. Tabel 1 menunjukkan beberapa asumsi CAPM yang dibangun oleh (Treyner, 1961), (Sharpe, 1964), (Lintner, 1965) dan (Mossin, 1966).

Tabel 1. Asumsi CAPM

No.	Asumsi	Treyner (1962)	Sharpe (1964)	Lintner (1965)	Mossin (1966)
1	Tidak ada pajak	eksplisit	implisit	eksplisit	implisit
2	Tidak ada biaya transaksi	eksplisit	implisit	eksplisit	implisit
3	Agen bersifat <i>price takers</i>	eksplisit	implisit	eksplisit	implisit
4	Agen memaksimalkan ekspektasi utilitas untuk kesejahteraan masa depan	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
5	Utilitas fungsi dari return dan risiko	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
6	Agen percaya variansi adalah ukuran dari risiko sekuritas	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
7	Agen setuju return sedikit menunjukkan penghindar risiko	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
8	Agen percaya terdapat aset yang lebih kecil risiko	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
9	Seluruh agen menghadapi distribusi probabilitas ekspektasi harga yang sama di masa depan	eksplisit	eksplisit	eksplisit	eksplisit
10	Pemecahan saham dapat diadakan	implisit	implisit	eksplisit	eksplisit
11	Penjualan jangka pendek diizinkan	diizinkan	tidak diizinkan	diizinkan	diizinkan
12	<i>Leverage</i> diizinkan	diizinkan	tidak diizinkan	diizinkan	diizinkan

13	Jumlah saham dari setiap sekuritas konstan	implisit	implisit	implisit	implisit
14	Agen membagi satu horison periode waktu yang sama	eksplisit	eksplisit	implisit	implisit

Sumber: French (2003)



Gambar 1. Garis Security Market Line (SML)
(Sumber: Husnan, 2016)

Merujuk pada asumsi-asumsi yang digunakan, maka dalam CAPM hanya risiko sistematis atau *Market Risk* lah yang diperhitungkan sebagai tingkat risiko. Hubungan *risk* dan *return* saham dalam CAPM digambarkan pada gambar 1, perhatikan titik M pada gambar 1 yang merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan pada portofolio pasar sebesar $E(R_m)$ dengan risiko sebesar β_m . Garis diagonal merupakan garis *Security Market Line* (SML) yang menunjukkan bahwa *risk and return* berhubungan positif linear. Semakin kecil risiko sistematis (β), maka *expected return* portofolio atau sekuritas tersebut akan semakin kecil, sebaliknya semakin besar risiko, maka semakin besar pula *expected return* portofolio yang dapat dihasilkan. Ingat bahwa CAPM beranggapan bahwa harga saham tidak akan dipengaruhi oleh *Unsystematic Risk*, oleh karena itu saham yang menawarkan risiko yang relatif lebih tinggi (*higher β s*) akan dihargai relatif lebih daripada saham yang menawarkan risiko lebih rendah (*lower β s*).

R_f merupakan *Risk Free Rate* atau disebut pula sebagai investasi bebas risiko. Perhatikan posisi R_f berada pada $\beta = 0$, artinya titik bebas risiko. *Risk Premium* merupakan selisih dari *expected return market* dengan *Risk Free Rate*. Hal ini menandakan bahwa *Risk Premium* merupakan kelebihan yang akan diterima investor apabila berinvestasi pada aset berisiko dengan risiko sebesar β . Sehingga *Risk Premium* merupakan *slope* dari SML, maka dengan definisi diatas kita mendapatkan persamaan *return* yang diekspektasikan:

$$E(R_s) = R_f + R_p \dots \dots \dots (1)$$

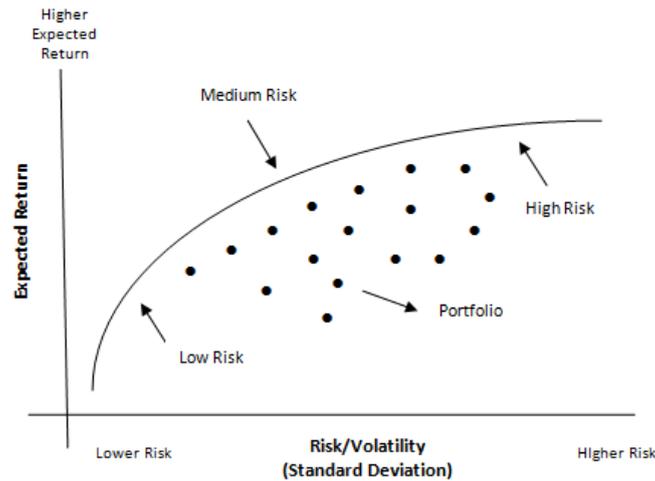
Dimana $E(R_s)$ adalah *expected return* sekuritas, R_f merupakan *Risk Free Rate*, R_p adalah *Risk Premium*. Karena *Risk Premium* merupakan selisih dari *expected return market* dengan *Risk Free Rate*. Dan dengan memasukkan faktor β maka persamaan CAPM menjadi:

$$E(R_s) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f] \dots \dots \dots (2)$$

$$\text{Dimana } \beta = \text{cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m) = \sigma_{iM} / \sigma^2 M \dots \dots \dots (3)$$

$E(R_s)$ adalah *expected return* sekuritas, R_f merupakan *Risk Free Rate*, seperti diawal β dikenal sebagai sensitivitas sekuritas atau *Systematic Risk/Market Risk*, $E(R_m) - R_f$ merupakan *risk premium* (selisih *expected return market* dengan *Risk Free Rate*). Model yang dikembangkan CAPM menjelaskan bahwa tingkat *return* yang diharapkan adalah penjumlahan dari *return* aset bebas risiko dan premium risiko. Karena terdapat hubungan

yang linear antara risiko dan *return*, maka pengujian CAPM harus menghasilkan α dan β yang positif dan signifikan. Hubungan antara *return* portfolio dan risiko dari aset terlahir dari ide Markowitz (1952) yang digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2. Hubungan antara Risiko dan Expected Return Aset
(Sumber: diolah kembali dari Perold, 2004)

Karena β adalah sensitivitas antara risiko dan *return* maka jika β bernilai negatif, maka hubungan risiko dan *return* menjadi negatif linear bukan positif linear. Berdasarkan Fama dan French dalam Akonnor (2016), CAPM menyediakan cara yang sangat sederhana dan intuitif dalam mengukur *return* dan hubungan antara aset dan risikonya. Terlepas dari bukti-bukti empiris yang buruk dari model ini, CAPM mengambil kesimpulan bahwa risiko pasar merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi yang dapat mempengaruhi *return* saham (Akonnor, 2016).

Bagaimana dengan Arbitrage Pricing Theory Model (APT)?

Arbitrage Pricing Theory (APT) pertama kali diperkenalkan oleh Stephen Ross pada tahun 1976. Model APT menggambarkan hubungan antara risiko aset dan *return* dengan menggunakan asumsi yang berbeda dengan CAPM. Sejak APT menawarkan fleksibilitas yang lebih dibanding CAPM, maka APT dalam prosesnya dilihat sebagai alternatif dari CAPM. Tiga asumsi yang mendasari model APT adalah pasar modal dalam kondisi persaingan sempurna, para investor selalu lebih menyukai nilai *return* yang tinggi daripada risiko tinggi yang menyebabkan ketidakpastian *return*, dan *return* aset dapat dianggap sebagai model K faktor. Perbedaan mendasar antara CAPM dan APT adalah pada dasarnya CAPM merupakan model yang hanya mempertimbangkan satu faktor risiko yaitu risiko sistematis pasar. Sedangkan dalam APT, besarnya *return* suatu aset atau sekuritas dipengaruhi oleh beberapa faktor. Lebih lanjut, Chen et al. mengidentifikasi setidaknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi *return* sekuritas, yaitu tingkat inflasi, tingkat produksi industri, premi *risk-default* yang tidak diantisipasi, struktur tingkat suku bunga yang tidak diantisipasi (Chen et al., 1986). Jadi dapat disimpulkan dalam CAPM, *return* sekuritas i dipengaruhi oleh risiko sistematis (β).

Berdasarkan asumsi yang menyatakan investor percaya bahwa pendapatan sekuritas akan ditentukan oleh sebuah model faktorial dengan K faktor risiko. Dengan demikian, dapat ditentukan pendapatan aktual untuk sekuritas i dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$E(R_i) = \alpha_0 + \beta_i F_1 + \beta_i F_2 + \dots + \beta_n F_n + e_{it} \dots \dots \dots (4)$$

Dimana $E(R_i)$ merupakan tingkat *return* sekuritas i yang diekspektasikan, a_0 merupakan *Risk Free Rate*, $\beta_j = \text{Beta of Specific Risk Factor}$ atau sensitivitas pendapatan sekuritas i terhadap faktor k . F adalah faktor yang mempengaruhi pendapatan sekuritas i , e_{it} adalah *random error* dengan $i = 1, 2, 3, \dots, n$. Dengan banyaknya faktor yang dapat mempengaruhi *return* sekuritas, mengakibatkan APT lebih memiliki keuntungan dibanding CAPM. Berdasarkan Nguyen et al. (2017) APT merupakan model perluasan dari CAPM yang menambahkan faktor makroekonomi kedalam model. Banyak peneliti yang berfokus pada beberapa variabel seperti tingkat bunga, inflasi, GDP, tingkat pertumbuhan produksi industri, harga emas, harga minyak, dll. Namun walaupun demikian, salah satu kelemahan dari APT yaitu bahwa APT tidak menspesifikasikan variabel tertentu kedalam model yang mampu menjelaskan *return* dari aset. menurut mereka setidaknya terdapat beberapa versi APT yang dibangun. Pertama, model oleh Fama dan French yang dikenal dengan *Three Factor Model*. Model ini dituliskan dengan:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}E(r_m - r_f) + \beta_{iSMB}E(SMB) + \beta_{iHML}E(HML) \dots \dots \dots (5)$$

Dimana, $E(r_m - r_f)$ adalah *Excess Expected Return* pasar, $E(SMB)$ merupakan *Expected Return* dari ukuran faktor, $E(HML)$ merupakan *Expected Book to Market Equity Factor*. $E(SMB)$ merepresentasikan portfolio yang disebut dengan *Small Minus Big*, sedangkan $E(HML)$ merepresentasikan portfolio yang disebut dengan *High Minus Low* (Fama & French, 1993). Selain *Three Factor Model* oleh Fama dan French. Chen, Novy-Marx dan Zhang (2011) juga mengembangkan *Three Factor Model* dengan versi lain yang memasukkan dua variabel tambahan diluar variabel CAPM. Model oleh Chen, Novy-Marx dan Zhang (2011) tersebut dituliskan sebagai berikut:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{iMKT}(MKT) + \beta_{iINV}E(INV) + \beta_{iROE}E(ROE) \dots \dots \dots (6)$$

Dimana (MKT) adalah *Excess Expected Return of the Market*, $E(INV)$ merupakan *Expected Return* yang dibangun dari *return* portfolio perusahaan dengan investasi yang rendah dan *return* yang sedikit termasuk juga perusahaan dengan investasi yang tinggi. $E(ROE)$ merupakan *expected return* yang dibangun dari *return* portfolio perusahaan dengan *return* ekuitas yang tinggi dan *return* yang rendah dari portfolio termasuk juga perusahaan dengan *return* ekuitas yang rendah (Chen et al., 2011). Model ketiga dikembangkan oleh Fama dan French pada tahun 2015 dengan *Five Factor Model* yang mengakomodir ukuran, nilai, profitabilitas, dan pola investasi yang menghasilkan *return* saham rata-rata. Mereka menuliskan APT dengan *Five Factor Model* sebagai berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + e_{it} \dots \dots \dots (7)$$

Dimana $R_{it} - R_{ft}$ adalah selisih antara *return* sekuritas i pada periode t , R_{ft} adalah *Risk Free Return*, RMW merupakan perbedaan antara *return* saham yang dideversifikasi dengan profitabilitas yang kuat dan lemah. Sedangkan CMA adalah perbedaan antara *return* saham yang didiversifikasi pada perusahaan dengan investasi yang besar dan kecil, yakni perusahaan yang konservatif dan agresif (Fama & French, 2015). Bagaimanapun ketiga model di atas merupakan usaha peneliti dalam mengidentifikasi faktor-faktor dalam APT, inilah yang dinilai sebagai salah satu kelemahan dari teori APT yang tidak mensyaratkan faktor-faktor spesifik yang mempengaruhi *return* saham. Sehingga usaha dalam mengidentifikasi dan mengkuantifikasi setiap faktor adalah hal yang menantang bagi peneliti dan tidak bisa dianggap usaha sepele (Nguyen et al., 2017).

Metode Analisis

Metode penelitian ini dibangun berdasarkan *Study Literature Review*, artikel dikumpulkan dan dianalisis dari berbagai isu yang berkaitan erat dengan fakta-fakta empiris seputar pengaruh faktor eksternal variabel makroekonomi terhadap harga dan

return saham pada *Emerging Market Economy* dan juga mengenai pendekatan estimasinya. Sumber data dalam penelitian ini berasal dari artikel-artikel, buku, tesis, serta literatur/data yang relevan dan kredibel. Data dikumpulkan lalu diidentifikasi pola dan hubungan antara variabel makroekonomi dan *return* saham yang sering muncul dalam literatur, penelitian ini juga melakukan komparasi antara dua pendekatan berbeda yakni CAPM dan APT yang telah populer digunakan dalam usaha memahami bagaimana bukti empiris pengaruh faktor-faktor eksternal ini dalam mempengaruhi hasil-hasil penelitian di *Emerging Market Economy*.

Hasil dan Pembahasan

HASIL PENELITIAN

Variabel makroekonomi diyakini berperan penting dalam mengukur efisiensi pasar saham, dan untuk memahami hal tersebut maka diperlukan eksplorasi kemungkinan pengembangan lebih lanjut dari indikasi tersebut. Hal ini termasuk di dalamnya kausalitas antara saham dan variabel makroekonomi. Adanya arah kausalitas yang belum dapat dibuktikan secara empiris karena selalu berubah-ubah inilah mengapa kinerja pasar modal tiap negara memiliki karakteristik yang berbeda dari satu ekonomi ke ekonomi lainnya (Candera et al., 2021). Jika dilihat dari beberapa faktor yang mempengaruhi harga saham, sebenarnya kita dapat membedakannya kedalam dua kelompok utama yaitu faktor yang berasal dari emiten itu sendiri (faktor internal) dan faktor yang berasal dari luar (eksternal). Faktor internal berasal dari kinerja atau kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit atau keuntungan, dimana faktor ini dikendalikan oleh manajemen dari emiten bersangkutan. Sedangkan faktor eksternal dapat dilihat dari variabel-variabel makro ekonomi yang meliputi Produk Domestik Bruto (PDB), inflasi, tingkat bunga, nilai tukar (kurs), kondisi pasar modal di negara lain, harga minyak dunia, dan lain-lain. Berbeda dengan faktor internal, faktor eksternal sangat bergantung pada kinerja perekonomian secara makro. Maka, banyak penelitian menyatakan bahwa variabel makro yang mempengaruhi harga saham dapat disebabkan oleh tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi (Kitati et al., 2015).

Indeks saham secara teoritis digunakan untuk mengukur performa perekonomian, sebagai gambaran negara malaysia, terdapat KLCI (*Kuala Lumpur Composite Index*) yang dihitung dengan menggunakan harga 100 saham di bursa saham Malaysia. Nikkei-225 dihitung dengan 225 harga saham di papan utama bursa saham Tokyo Jepang. Indeks Hang Seng yang merangkum 34 perusahaan dengan kapitalisasi kurang lebih 65% di pasar bursa Hong Kong, Indeks Kospi di Korea Selatan, Dow Jones yang terdiri dari 30 saham *blue chip*, serta S&P 500 dengan 500 saham yang dipilih dengan kriteria tertentu di Amerika Serikat. Jadi, situasi pasar secara umum baru dapat diketahui jika kita mengetahui indeks harga saham gabungan. Dengan memahami bagaimana indeks bekerja, merupakan cara terbaik untuk mulai menganalisa berbagai saham dan pentingnya saham itu sendiri untuk perekonomian khususnya untuk negara berkembang. Ada tiga metode yang digunakan untuk menghitung indeks harga saham:

1. *Price-Weighted*

Metode ini digunakan dengan menambah seluruh saham dalam indeks dan kemudian dibagi dengan seluruh saham, jadi metode ini merupakan rata-rata harga saham. Metode ini memiliki kelemahan jika ada beberapa saham yang nilainya sangat tinggi dibanding lainnya. Jika saham dengan harga yang sangat tinggi ini merupakan saham emiten yang mempunyai dampak kecil bagi perekonomian, maka hal ini bisa menyesatkan dalam menarik kesimpulan.

2. *Market-Weighted*

Metode indeks ini merupakan metode dengan pembobotan yang paling banyak digunakan. Jika suatu saham memiliki harga 10 triliun maka ini akan sama dengan dua kali saham yang memiliki harga 5 triliun. Bisa dikatakan bahwa saham pertama memiliki

dampak yang lebih besar dari yang kedua. Jika saham-saham pertama (yakni saham-saham dengan nilai tinggi) bergerak maka akan direfleksikan dengan pergerakan indeks dibanding pergerakan pada saham-saham kelompok kedua. Indeks dengan *Market-Weight* sangat mudah dalam mencerminkan keadaan pasar secara keseluruhan.

3. *Equally-Weighted*

Metode ini memberikan bobot yang sama untuk setiap indeks tanpa memperhatikan harga atau kapitalisasi pasarnya. Contoh 500 saham pada indeks S&P 500 terdiri dari 20 saham besar yang membentuk 30% indeks tersebut. Perubahan pada 20 saham ini akan memberikan dampak besar pada indeks itu sendiri. Jika kita yakin bahwa perusahaan yang sangat besar tidak bekerja baik dalam membentuk harga saham, maka akan masuk akal jika kita lebih mengacu pada *Equally-Weighted Index* daripada *Market-Weighted Index*.

4. *Fundamental-Weighting*

Metode ini adalah metode paling baru, metode ini tidak hanya didasarkan pada kapitalisasi saham tetapi juga berdasar karakteristik fundamental perusahaan seperti *book value*, penjualan, dll. Metode ini merupakan metode yang paling kompleks karena kita harus memilih faktor dan bagaimana membobot mereka dengan asumsi-asumsi tertentu.

Pemilihan metode perhitungan indeks saham akan mempengaruhi interpretasi data pasar. Metode *Price-Weighted* mungkin tidak mencerminkan realitas pasar secara akurat karena saham dengan harga tinggi memiliki dampak berlebihan. Sebaliknya, *Market-Weighted Index* lebih representatif untuk kondisi pasar karena mempertimbangkan kapitalisasi pasar saham. *Equally-Weighted Index* memberikan pandangan yang lebih seimbang tetapi kurang mencerminkan dampak saham besar. *Fundamental-Weighted Index* menawarkan pendekatan yang lebih detail dan kompleks dengan mempertimbangkan karakteristik fundamental perusahaan.

Penelitian menggunakan data industri berbeda di Iran menyimpulkan bahwa inflasi dan tingkat bunga merespon berbeda oleh harga saham baik dalam jangka panjang dan jangka pendek, sehingga seharusnya diperlukan perhatian lebih oleh otoritas moneter (Osmani et al., 2023). Lalu, penelitian lain menyimpulkan hasil yang berbeda dimana tidak terdapat hubungan jangka panjang antara tingkat bunga dan harga saham (Anaf Mohammed Tukur & Salihu Zummo Hayatudeen, 2023). Hasil campuran juga diperoleh dengan tes kausalitas Granger, mereka memperoleh hasil bahwa variabel makroekonomi yakni nilai tukar memiliki kausalitas yang berbeda dengan negara lainnya dalam kelompok yang sama (Reza et al., 2020). Penelitian dengan data Pakistan menemukan bahwa variabel makroekonomi tidak mempunyai hubungan jangka pendek terhadap harga saham, namun hubungan sebaliknya untuk jangka panjang (Hunjra et al., 2014). Bahkan dengan pendekatan berbeda, tidak hanya memasukkan indikator makroekonomi namun juga secara inovatif memasukkan informasi eksternal seperti tingkat bunga masa depan dan perubahan kebijakan makroekonomi di masa mendatang pada model mereka untuk memprediksi harga saham (Haque et al., 2024.) Hasil lain, memeriksa hubungan antara harga saham dan variabel makroekonomi untuk Filipina, terdapat beberapa variabel ekonomi diantaranya investasi asing, tingkat bunga, dan nilai tukar. Mereka menyimpulkan terdapat kointegrasi untuk investasi asing dan nilai tukar, namun lag tingkat bunga memiliki pengaruh berbeda pada jangka pendek dan jangka panjangnya (Sajor et al., 2023). Kemudian penelitian menunjukkan bahwa terdapat adanya hubungan langsung antara inflasi dan harga saham terhadap indeks pasar modal di Ghana (Arhenful et al., 2022). Sedangkan penelitian menggunakan data bulanan harga saham gabungan Indonesia menyimpulkan bahwa hanya nilai tukar yang berpengaruh terhadap harga saham gabungan, sisanya masing-masing yakni inflasi dan GDP tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham gabungan. Satu temuan penting lainnya adalah adanya

indikasi transmisi dari kuatnya permintaan domestik ke kegiatan ekspor impor selama periode penelitian (Reza et al. 2018).

Inflasi sebagai faktor yang mempengaruhi harga saham dapat dilihat di penelitian dengan data Indonesia yang menyimpulkan perbedaan dampak suku bunga terhadap harga saham yang diwakili oleh indeks harga saham gabungan, tetapi beberapa hasil menyatakan bahwa suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham (Liantanu, 2023). Sedangkan penelitiannya dengan menggunakan SBI selama periode 2012 sampai dengan 2021 menemukan bahwa kenaikan suku bunga SBI yang agresif dapat memperkuat mata uang Rupiah, tetapi Indeks Harga Saham Gabungan akan anjlok (Daffa, 2023). Maka disimpulkan terdapat hubungan yang kuat Indeks Harga Saham Gabungan dengan risiko sistematis eksternal berupa suku bunga. Spesifik mengenai suku bunga, dengan menggunakan data Indonesia disimpulkan bahwa suku bunga merupakan salah satu faktor makroekonomi yang berpengaruh secara langsung signifikan dan “*meaningfulness*” terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (Hasnawati et al., 2023). Lebih lanjut penelitian dengan data Indonesia menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham gabungan di Indonesia (Al-Hanif et al. 2023). Data India dengan metode *Autoregressive Distributive Lag* (ARDL) juga menemukan bahwa inflasi tidak signifikan dalam menjelaskan pergerakan harga saham (Bhattacharjee & Das, 2023). Tingkat inflasi yang tinggi disinyalir mengakibatkan mengapa pergerakan harga saham tidak dapat diprediksi oleh variabel makroekonomi. Sedangkan, data India lain menyimpulkan bahwa hubungan yang signifikan dalam hal kointegrasi dan kausalitas, antara *return* saham dan tingkat inflasi dengan menggunakan analisa *time series* selama periode Januari 2010-Juni 2020 (Sreenu, 2023). Data Indonesia juga menemukan inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham gabungan selama periode Januari 2019 sampai dengan Agustus 2022 (Rahayu & Diatmika, 2023). Temuan di atas selaras dengan penelitian yang menyimpulkan bahwa secara simultan terdapat pengaruh antara inflasi, suku bunga, dan nilai tukar terhadap harga saham gabungan, serta secara parsial ditemukan ada pengaruh signifikan inflasi terhadap harga saham pada periode 2018-2022 (Ardian et al. 2024). Hasil penelitian sebelumnya ini, menunjukkan inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham, terlihat dari studi di berbagai negara, termasuk Indonesia dan India. Hubungan ini mencerminkan kompleksitas pasar saham yang dipengaruhi oleh faktor makroekonomi seperti inflasi.

Nilai tukar mempengaruhi profit perusahaan multinasional dan domestik. Pada perusahaan multinasional, perubahan nilai tukar berdampak pada biaya operasional luar negeri, mengurangi profit dan harga saham. Bagi perusahaan domestik, perubahan nilai tukar mempengaruhi kegiatan ekspor-impor. Devaluasi mata uang meningkatkan permintaan ekspor, menaikkan pendapatan dan profit, sehingga harga saham naik. Sebaliknya, apresiasi mata uang domestik membuat impor meningkat dan mengurangi profit, yang akhirnya menurunkan harga saham. Secara empiris, pengaruh antara nilai tukar dan harga saham telah dilaporkan pada beberapa studi dengan menggunakan data deret waktu bulanan selama Januari 2000 sampai dengan Desember 2018, menyimpulkan bahwa nilai tukar menunjukkan efek negatif baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang terhadap *return* bursa saham (Khan et al., 2023). Disisi lain penelitian dalam melihat kausalitas nilai tukar terhadap harga saham pada negara Brazil, Russia, India, China and South-Africa (BRICS) dengan menggunakan estimasi ARDL mengungkapkan bahwa pergerakan nilai tukar memiliki signifikan terhadap indeks pasar saham jangka pendek dan jangka panjang di semua negara BRICS yaitu Brazil, Russia, India, China and South-Africa (Mroua & Trabelsi, 2020). Terdapat kausalitas jangka panjang antara nilai tukar dan *return* saham dipengaruhi secara positif pada index KSE 100 Pakistan selama 36 tahun periode 1980 sampai dengan 2016 (Ahmadzai et al., 2024). Hubungan lebih lanjut juga dinyatakan pada penelitian di Negara E7 yaitu Brazil, Cina, India, Indonesia, Meksiko, Rusia dan Turki, dengan menggunakan data Januari Q1 2019 sampai dengan Januari Q1 2022, menyimpulkan adanya hubungan jangka panjang yang positif

dan signifikan antara nilai tukar dan *return* pasar saham di semua negara kecuali Indonesia, yang menunjukkan adanya dampak negatif yang signifikan (El-Diftar, 2023). Lalu penelitian pada Malaysia, Filipina, Singapura, Korea, Jepang, Inggris, Jerman, Hong Kong dan Indonesia, menyimpulkan bahwa terdapat hubungan asimetris nilai tukar riil sebagian besar ditemukan memiliki dampak yang signifikan terhadap harga saham riil (Wong, 2022). Inovasi dari penelitian ini adalah pendekatan komprehensif dalam menganalisis dampak nilai tukar terhadap harga saham di berbagai negara, serta pengungkapan hubungan asimetris dan kausalitas jangka panjang yang memberikan wawasan mendalam bagi pemahaman dinamika pasar global.

Pertumbuhan ekonomi, banyak pandangan yang menyatakan bahwa keberadaan pasar modal akan membawa kegagalan pasar dalam perekonomian dikarenakan volatilitas pasar modal khususnya pada negara sedang berkembang. Oleh sebab itu maka pasar modal bukan merupakan institusi penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi (Nazir et al., 2010). Penelitian menyatakan bahwa sampai saat ini tidak ada kesepakatan mengenai mekanisme khusus yang mendasari hubungan antara pasar modal dan perekonomian, apakah pasar modal mempengaruhi ekonomi riil, ataukah sebaliknya. GaJdka & PietraSzewski (2016) menambahkan terdapat anggapan lama bahwa akan menguntungkan untuk berinvestasi pada pasar modal ketika kondisi perekonomian sedang bagus dan saham perusahaan memiliki posisi fundamental yang kuat. Mereka memperoleh hasil bahwa masih terdapat korelasi yang belum jelas antara pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan GDP dan *return* saham (GaJdka & PietraSzewski, 2016). Penelitian tersebut menarik karena terdapat korelasi yang lebih kuat antara pertumbuhan dan *return* saham pada negara kurang berkembang dengan investor yang kurang berpengalaman dibanding negara yang sudah maju. Dengan Panel Vector Error Correction Model (PVECM) menyimpulkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap perkembangan pasar saham baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang di negara ASEAN-5 yang meliputi Filipina, Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam selama periode 2008-2020. Namun bagaimanapun terdapat hubungan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar saham di negara ASEAN-5 (Zainuri et al., 2023). Dengan data Arab Saudi diperoleh bahwa menggunakan uji kausalitas Granger, indeks harga saham, kapitalisasi pasar dan jumlah saham yang diperdagangkan tidak berpengaruh signifikan terhadap PDB per kapita (Algaeed, 2020). Tinjauan literatur menunjukkan perdebatan tentang hubungan antara pertumbuhan ekonomi dan pasar modal. Beberapa penelitian menemukan hubungan kausal dua arah, sementara lainnya menunjukkan ketidakpastian, disebabkan perbedaan ukuran dan sampel. Artinya, penting mempertimbangkan faktor konteks dan metodologi dalam analisis, serta fokus pada kebijakan yang memperkuat kedua sektor untuk mendukung pertumbuhan ekonomi inklusif.

Terkait usaha mengestimasi dampak terhadap *return* saham, seperti dijelaskan sebelumnya terdapat dua alat analisis populer yang kerap digunakan. Pertama, CAPM, diperkenalkan pada awal 1960-an yang mana secara luas digunakan untuk menilai harga sekuritas dengan mendasarkan perhitungannya pada risiko sistematis. Model ini dikembangkan dari teori portofolio Markowitz pada tahun 1952, yang membagi risiko menjadi risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis adalah bagian dari risiko pasar yang tidak dapat dihindari melalui diversifikasi, sementara risiko tidak sistematis dapat dikurangi dengan menyusun portofolio yang terdiversifikasi. Model ini juga menggunakan asumsi bahwa investor tidak dapat mempengaruhi harga saham, dapat melakukan investasi dalam jumlah yang tidak terbatas, serta memiliki akses terhadap aset bebas risiko dan bebas pajak.

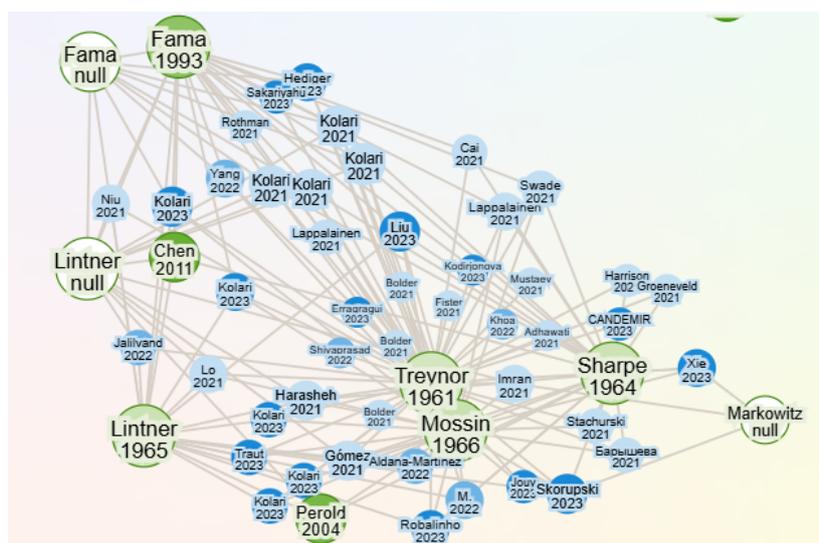
Kedua adalah *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang diperkenalkan oleh Stephen Ross pada tahun 1976, menawarkan pendekatan yang berbeda dengan mempertimbangkan banyak faktor risiko yang mempengaruhi *return* suatu sekuritas, seperti inflasi, tingkat produksi industri, dan perubahan suku bunga. APT dilihat sebagai alternatif CAPM karena

menawarkan fleksibilitas dalam memasukkan berbagai faktor ekonomi yang dianggap relevan oleh investor. Berbagai penelitian mengembangkan APT ke dalam berbagai bentuk model, seperti *Three Factor Model* oleh Fama dan French yang menambahkan ukuran dan nilai perusahaan sebagai faktor-faktor risiko, dan *Five Factor Model* yang mempertimbangkan ukuran, nilai, profitabilitas, serta pola investasi.

PEMBAHASAN

Perkembangan APT dan CAPM pada *Emerging Markets*: Bukti Empiris

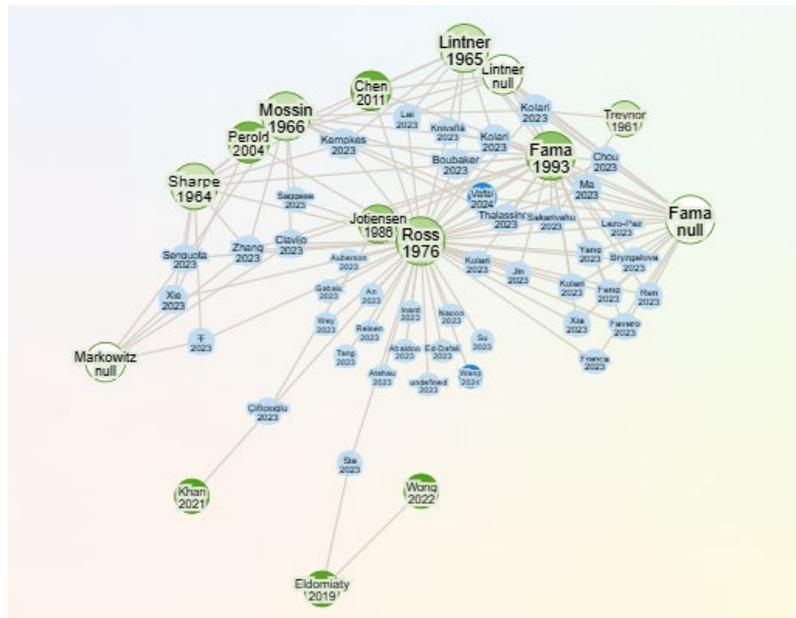
Dalam konteks *Emerging Market*, pengaruh variabel makroekonomi terhadap harga dan *return* saham menjadi area yang penting untuk dianalisis, terutama dengan pendekatan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Negara-negara *Emerging Market* sering menghadapi volatilitas pasar modal yang signifikan dan karakteristik ekonomi yang dinamis, sehingga hubungan antara variabel seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar menjadi lebih kompleks dibandingkan dengan negara maju. Penelitian menunjukkan bahwa dalam konteks pasar berkembang seperti Iran dan Nigeria terdapat variasi dalam reaksi harga saham terhadap inflasi dan tingkat bunga baik dalam jangka pendek maupun panjang (Anaf Mohammed Tukur & Salihu Zummo Hayatudeen, 2023; Osmani et al., 2023). Hasil yang berbeda-beda ini juga terlihat pada studi di Filipina yang menemukan bahwa variabel ekonomi seperti investasi asing dan nilai tukar menunjukkan hubungan kointegrasi, sementara tingkat bunga berdampak berbeda antara jangka pendek dan panjang (Sajor et al., 2023). Dari studi di atas, untuk memperkuat pola yang kompleks mengenai studi variabel makroekonomi ke *return* saham dan fakta empiris pada *emerging market economy*, maka dibuat visualisasi alur dari awal CAPM diperkenalkan sampai dikutip dan dikembangkan seperti Gambar 3 dan APT pada gambar 4.



Gambar 3. Perkembangan Penelitian CAPM
(Sumber: diolah peneliti, 2025)

Model CAPM oleh Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) digambarkan secara luas diterima dalam literatur keuangan sebagai cara untuk menggambarkan hubungan antara risiko sistematis dan *return* yang diharapkan dari suatu aset, seperti saham. Dalam pengembangan teorinya, CAPM mengasumsikan bahwa risiko surat utang jangka panjang bersifat bebas risiko dan bahwa investor bertindak sebagai *price-takers* yang tidak dapat mempengaruhi harga pasar. Model ini menekankan pentingnya diversifikasi dalam mengelola risiko investasi. Risiko yang dapat dihindari, atau risiko tidak sistematis, dapat dikurangi melalui diversifikasi portofolio, sementara risiko sistematis, yang terkait dengan fluktuasi pasar secara keseluruhan, tidak dapat dihilangkan.

Asumsi-asumsi tersebut, termasuk investor yang meminjam dan menyimpan pada tingkat bunga yang sama dan tidak adanya biaya transaksi, merupakan fondasi bagi penerapan CAPM dalam analisis investasi. Berbagai peneliti telah mengutip dan mengembangkan CAPM lebih lanjut dalam konteks yang berbeda. Misalnya, Fama dan French pada tahun 1993 memperkenalkan model multifaktor yang menantang konsep CAPM dengan menunjukkan bahwa faktor-faktor lain, seperti ukuran perusahaan dan nilai, juga mempengaruhi *return* saham (Fama & French, 1993), (Fama & French, 2015).

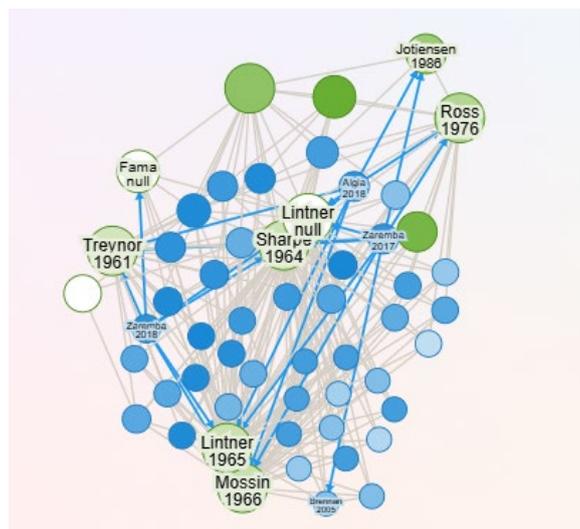


Gambar 4. Perkembangan Penelitian APT
(Sumber: diolah peneliti, 2025)

Diperkenalkan oleh Ross pada tahun 1976, kemudian model yang telah ada ditambahkan dimensi baru dengan memperkenalkan variabel makroekonomi dan risiko pasar yang lebih kompleks, menunjukkan bahwa model CAPM dapat menjadi terlalu sederhana dalam menjelaskan pergerakan harga aset (Chen et al., 1986). Terlepas dari berbagai kritik dan pengembangan, CAPM tetap menjadi salah satu model dasar dalam keuangan yang membantu investor dalam memahami hubungan antara risiko dan *return*. Dengan mempertimbangkan beragam pendekatan dan kritik yang ada, CAPM terus berfungsi sebagai acuan penting dalam analisis keuangan, serta mendorong penelitian lebih lanjut untuk memperbaiki dan memperluas pemahaman kita tentang perilaku pasar saham dan risiko investasi.

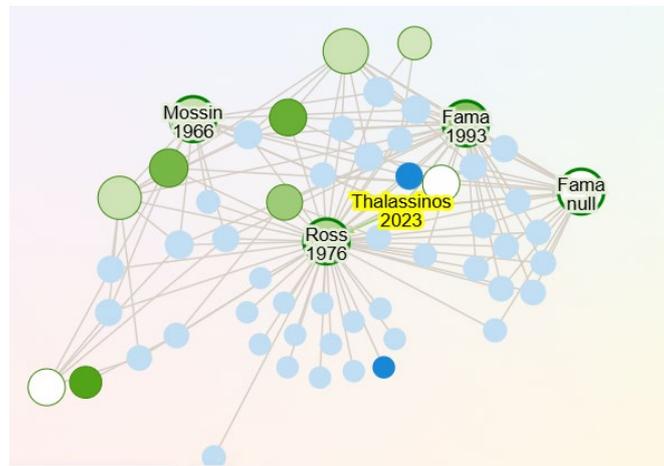
Di *Emerging Markets*, nilai tukar berdampak langsung pada profitabilitas perusahaan multinasional dan domestik yang mengandalkan ekspor-impor, sebagaimana disoroti dalam penelitian negara BRICS (Mroua & Trabelsi, 2020). Selain itu, di Indonesia, faktor-faktor seperti suku bunga, inflasi, dan nilai tukar menunjukkan pengaruh signifikan terhadap harga saham gabungan selama periode tertentu, mengindikasikan dinamika pasar modal yang tidak sepenuhnya sejalan dengan ekonomi yang lebih maju (Al-Hanif et al., 2023; Ardian et al., 2024; Hasnawati et al., 2023; Liantanu, 2023; Reza et al., 2020). *Emerging Markets* menunjukkan potensi korelasi positif antara *return* saham dan risiko makroekonomi, yang dapat diperhitungkan melalui pendekatan CAPM dan APT. Kelebihan utama APT dibandingkan CAPM adalah kemampuannya untuk memasukkan faktor-faktor ekonomi makro yang lebih banyak dalam modelnya. Namun, kelemahan dari APT adalah tidak adanya spesifikasi faktor-faktor tertentu yang dianggap mempengaruhi *return*, yang membuat peneliti perlu mengidentifikasi dan mengukur setiap faktor secara hati-hati. Ini merupakan tantangan yang signifikan dalam penerapan model APT, namun penting dalam memberikan perspektif mendalam terkait hubungan antara risiko dan *return* di pasar saham.

Gambar berikut menampilkan peta penelitian yang memetakan pengaruh teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang pertama kali diperkenalkan pada awal 1960-an oleh Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) yang di fokuskan pada *emerging markets*. Visualisasi ini menunjukkan bagaimana teori CAPM berkembang menjadi dasar utama dalam analisis hubungan antara risiko dan *return* dalam berbagai studi keuangan. Tampak bahwa CAPM telah menjadi acuan penting di berbagai literatur, terutama dalam konteks pasar maju, di mana analisis risiko dan penetapan harga aset kerap diuji secara empiris dan teoritis. Di sisi lain, penelitian yang mengaitkan teori ini dengan pasar berkembang atau *emerging markets* masih relatif sedikit, memperlihatkan peluang riset yang besar untuk mengeksplorasi penerapan CAPM di pasar dengan karakteristik volatilitas dan pertumbuhan yang berbeda dari negara maju. Peta ini tidak hanya menggambarkan cakupan luas dari dampak CAPM, tetapi juga mengindikasikan ruang untuk penelitian lebih lanjut guna memahami bagaimana risiko dan *return* dapat dikelola di negara-negara berkembang melalui kerangka kerja CAPM.



Gambar 5. Perkembangan Penelitian CAPM pada *Emerging Markets*
(Sumber: diolah peneliti, 2025)

Gambar 6 menyajikan peta penelitian yang memetakan pengaruh *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang diperkenalkan oleh Stephen Ross pada tahun 1976. Visualisasi ini menggambarkan perkembangan dan persebaran penelitian Ross, yang telah menjadi dasar penting bagi studi-studi dalam penetapan harga aset dan analisis risiko di berbagai pasar. Terlihat bahwa penerapan APT berkembang secara luas, terutama di negara maju, dengan penelitian yang mencakup beragam metodologi dan aplikasi dalam pasar yang sudah maju. Namun, terlihat pula bahwa kontribusi dari penelitian terkait *Emerging Markets* masih relatif terbatas, menunjukkan potensi yang belum tergali dalam menerapkan dan menguji APT pada konteks *Emerging markets*. Peta ini dengan demikian tidak hanya mencerminkan kontribusi teori Ross pada literatur global, tetapi juga membuka peluang riset lebih lanjut untuk mengeksplorasi relevansi dan penerapan teori APT di negara-negara berkembang yang berpotensi menghadirkan dinamika risiko dan *return* yang unik.



Gambar 6. Perkembangan Penelitian APT pada *Emerging Markets*
(Sumber: diolah peneliti, 2025)

Terlepas dari pendekatan mana yang paling populer, CAPM dan APT memberikan kerangka kerja untuk memahami *return* saham dengan mempertimbangkan risiko. CAPM fokus pada risiko sistematis yang tidak bisa dihindari melalui diversifikasi, sementara APT menawarkan pendekatan yang lebih luas dengan mempertimbangkan berbagai faktor ekonomi. APT dapat dianggap sebagai perluasan CAPM dengan mempertimbangkan lebih dari satu faktor risiko, maka memungkinkan bagi kita melakukan analisis yang lebih komprehensif terhadap pergerakan harga saham.

Seberapa Luas Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap *Return* Saham pada *Emerging Market*?

Perkembangan teori CAPM dan APT akhirnya membawa pertanyaan penting yang kerap muncul di benak para peneliti mengenai seberapa luas pengaruh faktor makroekonomi terhadap *return* saham. Tabel 2 merupakan indikasi sebaran pengaruh faktor makroekonomi yang telah digali oleh para ahli pada banyak pekerjaan di bidang ini.

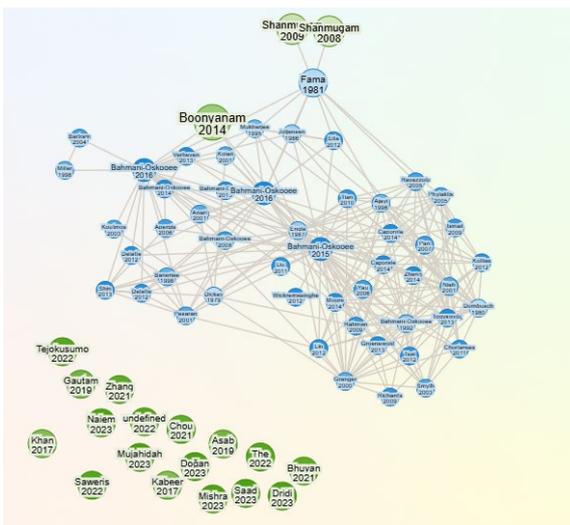
Tabel 2. Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap *Return* Saham di Penelitian-Penelitian *Emerging Market*

Faktor Determinan	Jumlah Penelitian	Range Penelitian
Inflasi	612	1979-2023
Tingkat Bunga	1080	1962-2023
Nilai Tukar (KURS)	1008	1973-2023
Pertumbuhan Ekonomi (<i>Gross Domestic Product</i>)	4735	1957-2023

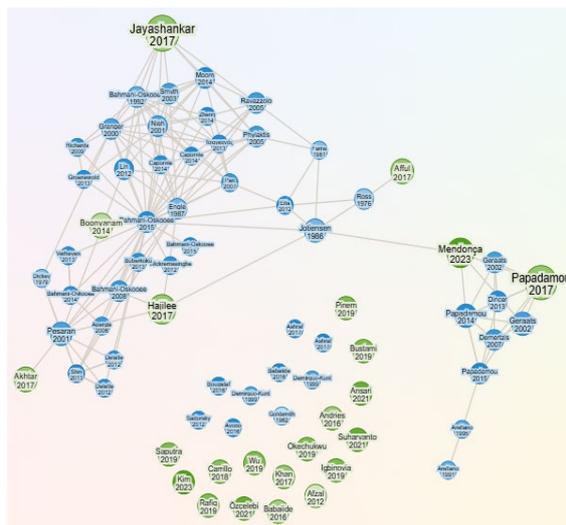
Sumber: diolah peneliti, 2025

Tabel 2 menunjukkan faktor pertumbuhan ekonomi (GDP) mendominasi dengan 4.735 studi sejak 1957, mencerminkan signifikansi GDP sebagai indikator utama dalam menilai *return* saham. Hal ini dapat dimengerti karena para ahli memandang adanya pengaruh GDP yang belum jelas. Tingkat bunga diteliti dengan 1.080 studi dari 1962 hingga 2023, karena pengaruhnya terhadap biaya modal dan risiko investasi. Faktor nilai tukar (kurs) tercatat dalam 1.008 studi sejak 1973, menunjukkan perannya yang penting dalam konteks perdagangan internasional. Sementara itu, inflasi memiliki jumlah penelitian paling sedikit, yaitu 612 studi sejak 1979, meskipun menempati jumlah yang relatif sedikit namun tetap relevan karena dampaknya terhadap daya beli. Secara keseluruhan, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga, nilai tukar, dan inflasi merupakan faktor-faktor kunci yang

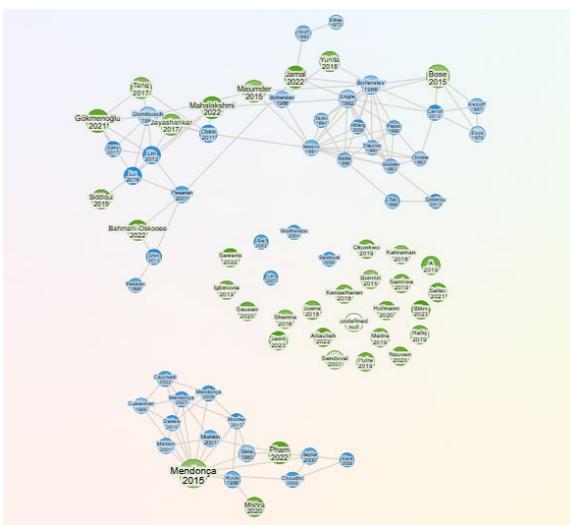
mempengaruhi *return* saham di pasar negara berkembang. Sebaran penelitian-penelitian yang menginvestigasi faktor-faktor ini dapat dilihat pada gambar 7 sampai gambar 10.



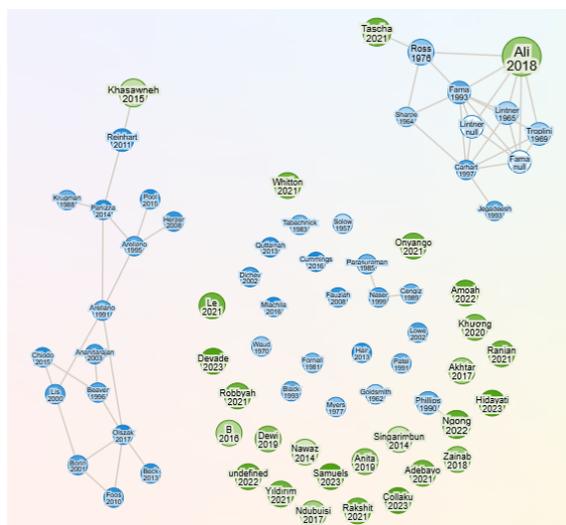
Gambar 7. Inflasi terhadap Return Saham
(Sumber: diolah peneliti, 2025)



Gambar 8. Interest Rate terhadap Return Saham
(Sumber: diolah peneliti, 2025)



Gambar 9. Nilai Tukar terhadap Return Saham
(Sumber: diolah peneliti, 2025)



Gambar 10. GDP terhadap Return Saham
(Sumber: diolah peneliti, 2025)

Inflasi di *Emerging Economy* dapat dilakukan dengan fokus pada bagaimana inflasi sebagai variabel makroekonomi mempengaruhi *return* saham di pasar negara berkembang, serta seberapa seringnya variabel ini dibahas dalam konteks tersebut. Secara keseluruhan, gambar inflasi di *Emerging Economy* menggambarkan pentingnya variabel inflasi dalam mempengaruhi *return* saham di negara-negara tersebut. Tingkat bunga di *Emerging Economy* menegaskan bahwa tingkat suku bunga adalah faktor penting yang berdampak besar terhadap *return* saham. Frekuensi penelitian dan tren terkait faktor ini menunjukkan bahwa suku bunga bukan hanya indikator ekonomi utama tetapi juga alat kebijakan yang mempengaruhi stabilitas dan potensi pengembalian di pasar saham negara berkembang. Sedangkan Nilai Tukar di *Emerging Economy* menggarisbawahi peran nilai tukar sebagai faktor utama yang berdampak signifikan terhadap *return* saham. Tren penelitian terkait nilai tukar dalam gambar ini menunjukkan bahwa faktor ini sangat diperhatikan oleh peneliti dan pelaku pasar karena dampak besarnya terhadap stabilitas pasar saham di *Emerging Market*. Terakhir dengan banyaknya pekerjaan seputar dampak *Gross Domestic Product* (GDP) di *emerging economy* menegaskan pentingnya GDP sebagai salah satu variabel makroekonomi yang paling berpengaruh dan harusnya mendapatkan perhatian lebih terkait dampaknya terhadap

return saham. Hal ini tidak berlebihan karena pada dasarnya kondisi perekonomian yang bersifat “fragile” pada negara sedang berkembang kerap menunjukkan dampak yang inkonsisten dan ambigu pada area ini.

Simpulan dan Saran

Aplikasi model CAPM dan APT telah digunakan secara luas dalam bidang keuangan dan banyak negara termasuk pada *emerging market*. Sejalan dengan itu banyak peneliti sampai saat ini masih berusaha untuk mengidentifikasi faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi dan berkorelasi dengan harga dan *return* saham. Beberapa teknik secara konsisten digunakan dalam perkembangannya. Banyaknya jumlah pekerjaan pada bidang ini belum menjawab pertanyaan seputar isu ini secara lengkap dan tegas. Perilaku variabel yang inkonsisten pada beberapa negara terkategori *Emerging Market Economy* secara empiris mengakibatkan kita harus lebih berhati-hati dalam menarik kesimpulan. Walaupun pekerjaan pada area ini terus bertambah namun ini jelas masih menyisakan ruang yang masih luas untuk diteliti. Penelitian dan penjelasan yang lebih komprehensif dan mendalam dimasa yang akan datang sangat diperlukan bagi *Emerging Market*. Seperti kisah Pandora, bagaimana caranya menghilangkan segala rasa penasaran namun tetap menjaga unsur terakhirnya tetap ada, yakni harapan.

Referensi

- Agrawal, G., Srivastav, A. K., & Srivastava, A. (2010). A study of exchange rates movement and stock market volatility. *International Journal of Business and Management*, 5(12), 62.
- Ahmadzai, S. A., Ebrahimi, M. S., Arshad, N., & Amani, N. (2024). Impact of Exchange Rates on Returns in Share Market: A Case of Pakistan. *Journal for Research in Applied Sciences and Biotechnology*, 2(6), 156–164. <https://doi.org/10.55544/jrasb.2.6.23>
- Akonnor, N. Y. (2016). *The Effects of Macroeconomic Factors On Stock Price Movement in Ghana*. Ashesi University College.
- Algaeed, A. H. (2020). CAPITAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH: AN ARDL APPROACH FOR SAUDI ARABIA, 1985–2018. *Journal of Business Economics and Management*, 22(2), 388–409. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13569>
- Al-Hanif, M. F. I., Qurrota'aini, F. R., Muna, N., & Prastiwi, H. R. (2023). Analisis Pengaruh Inflasi dan Kurs Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *AKUA: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 2(1), Article 1. <https://doi.org/10.54259/akua.v2i1.1340>
- Ali, M. B. (2023). Co integrating Relation between Macroeconomic Variables and Stock Return: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE). *IJESPG (International Journal of Engineering, Economic, Social Politic and Government)*, 1(1), Article 1. <https://doi.org/10.26638/ijespg.v1i1.3>
- Anaf Mohammed Tukur & Salihu Zummo Hayatudeen. (2023). *Assessing the Impact of Changes in Crude Oil Prices and Exchange Rates on the Performance of Nigeria's Stock Market*. <https://doi.org/10.5281/ZENODO.8421276>
- Ardian, R., Hendayana, Y., & Sulistyowati, A. (2024). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Kinerja*, 6(01), 180–193. <https://doi.org/10.34005/kinerja.v6i01.3580>

- Arhenful, P., Ntiamoah, J. A., & Kwaning, C. O. (2022). Analysis Of The Interactions Between Inflation And Stock Prices In Ghana. *Journal Of Finance And Economics*, 10(2), 5156.
- Bhattacharjee, A., & Das, J. (2023). Assessing the long-run and short-run effect of monetary variables on stock market in the presence of structural breaks: Evidence from liberalized India. *IIM Ranchi Journal of Management Studies*, 2(1), 70–81. <https://doi.org/10.1108/IRJMS-03-2022-0034>
- CANDERA, M., WIARTA, I., HUSTIA, A., & PUTRA, I. E. (2021). Macroeconomic Variables and Capital Market Performance: Evidence in Asia Pacific Region. *International Journal of Pharmaceutical Research (09752366)*, 13(2).
- Chen, L., Novy-Marx, R., & Zhang, L. (2011). *An Alternative Three-Factor Model* (SSRN Scholarly Paper 1418117). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1418117>
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business*, 59(3), 383–403.
- Daffa, M. (2023). Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia. *Journal of Business & Management*, 1(1), Article 1. <https://doi.org/10.47747/jbm.v1i1.935>
- El-Diftar, D. (2023). The impact of exchange rates on stock market performance of the Emerging 7. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(2), 125–139. <https://doi.org/10.1108/JCMS-03-2023-0005>
- Eldomyaty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S. (2019). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 149–161. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0105>
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, 71(4), 545–565.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Gajdka, J., & PietraSzewski, P. (2016). Economic growth and stock prices: Evidence from Central and Eastern European countries. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, XCVIII, 179–196.
- Haque, M. S., Amin, M. S., Miah, J., Cao, D. M., & Ahmed, A. H. (2024). Boosting Stock Price Prediction with Anticipated Macro Policy Changes. *Journal of Mathematics and Statistics Studies*. <https://doi.org/10.32996/jmss>
- Hasnawati, S., Hendrawaty, E., Taher, A. R. Y., Riyadi, S. E. E., Hutabarat, F. G., & Syafis, K. S. (2023). Pemodelan Kausal Pengaruh Tingkat Suku Bunga dan Inflasi terhadap IHSG di BEI. *Studi Ekonomi Dan Kebijakan Publik*, 1(2), Article 2. <https://doi.org/10.35912/sekp.v1i2.1475>

- Hunjra, A. I., Chani, D. M. I., Ijaz, M. S., & Farooq, M. (2014). *The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Pakistan* (SSRN Scholarly Paper 3229710). <https://papers.ssrn.com/abstract=3229710>
- Husnan, S. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi Kesepuluh ed.)*. Yogyakarta: BPFE.
- Khan, M. K., Teng, J., Khan, M. I., & Khan, M. F. (2023). Stock market reaction to macroeconomic variables: An assessment with dynamic autoregressive distributed lag simulations. *International Journal of Finance & Economics*, 28(3), 2436–2448. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2543>
- Kitati, E., Zablon, E., & Maithya, H. (2015). Effect of Macro-Economic Variables on Stock Market Prices for the Companies Quoted on the Nairobi Securities Exchange in Kenya. *International Journal of Sciences*, 21(2).
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. *Handbook of Economic Growth*, 1, 865–934.
- Liantanu, A. (2023). *PENGARUH SUKU BUNGA, NILAI TUKAR (KURS) RUPIAH, INFLASI, DAN PERTUMBUHAN PRODUK DOMESTIK BRUTO TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2014-2021* [Bachelor, Universitas Buddhi Dharma]. <http://repositori.buddhidharma.ac.id>
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Mroua, M., & Trabelsi, L. (2020). Causality and dynamic relationships between exchange rate and stock market indices in BRICS countries: Panel/GMM and ARDL analyses. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 395–412. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-04-2019-0054>
- Musharbash, B. (2016). *Capital asset pricing model versus arbitrage pricing theory*. Masaryk University, Faculty of Economics and Administration.
- Nazir, M. S., Nawaz, M. M., & Gilani, U. J. (2010). Relationship between economic growth and stock market development. *African Journal of Business Management*, 4(16), 3473.
- Nguyen, T., Stalin, O., Diagne, A., Aukea, L., Rootzen, P. H., & Herbertsson, A. (2017). The Capital asset pricing model and the Arbitrage pricing theory. *Gothenburg University, Financial Risk, MSA400*.
- Osmani, F., Cheshomi, A., Salehnia, N., & Shadmehri, M.-T. A. (2023). The Reaction of S tock Returns of Iranian Different Industries to Inflation and Interest Rates with the Panel-ARDL Approach. *Planning and Budgeting*, 28(1), 53–75.

- Othman Abbas, A. (2016). Impact of Stock Market on Economic Growth Evidence: Dar-es Salaam Stock Exchange - Tanzania. *Journal of Finance and Accounting*, 4(6), 321. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20160406.12>
- Perold, A. F. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 3–24. <https://doi.org/10.1257/0895330042162340>
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Norman, N. R., & Bahmani, S. (2019). The dynamics of bond market development, stock market development and economic growth: Evidence from the G-20 countries. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 119–147. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-09-2018-0087>
- Rahayu, P. S. P. S., & Diatmika, I. P. G. (2023). Pengaruh Inflasi, Harga Minyak Dunia, Dan Dow Jones Industrial Average Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia (Periode Januari 2019-Agustus 2022). *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 14(04), Article 04. <https://doi.org/10.23887/jimat.v14i04.61121>
- Reza, F., Nurqamarani, A. S., & Solihin, D. (2018). IS ARBITRAGE PRICING THEORY IS A FAIRY TALE?: THE EVIDENCE FROM INDONESIA WITH ORDINARY LEAST SQUARE ESTIMATION. *RJABM (Research Journal of Accounting and Business Management)*, 2(1), Article 1. <https://doi.org/10.31293/rjabm.v2i1.3475>
- Reza, F., Ruliana, T., Nazarudin Latif, I., & Nurqamarani, A. S. (2020). Causality between exchange rate and stock prices: Evidence from ASEAN-5 countries. <https://doi.org/10.35808/ijfirm/212>
- Sajor, B., Ulla, A., & Pizzaro-Uy, A. C. (2023). Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Price Levels: Evidence from the Philippines. *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 5(2), 116–138.
- Shabbir, M. S., Said, L. R., Pelit, I., & Irmak, E. (2023). The Dynamic Relationship among Domestic Stock Returns Volatility, Oil Prices, Exchange Rate and Macroeconomic Factors of Investment. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(3), 560–565. <https://doi.org/10.32479/ijeeep.14263>
- Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Sreenu, N. (2023). Effect of Exchange Rate volatility and inflation on stock market returns Dynamics—Evidence from India. *International Journal of System Assurance Engineering and Management*, 14(3), 836–843. <https://doi.org/10.1007/s13198-023-01914-3>
- Stiglitz, J. E. (1989). FINANCIAL MARKETS AND DEVELOPMENT. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 55–68. <https://doi.org/10.1093/oxrep/5.4.55>
- Treynor, J. L. (1961). *Market Value, Time, and Risk* (SSRN Scholarly Paper 2600356). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2600356>
- Wong, H. T. (2022). The impact of real exchange rates on real stock prices. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 27(54), 262–276. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2021-0011>

Zainuri, Z., Oktavani, Z. T., & Viphindrartin, S. (2023). PENGARUH PERTUMBUHAN EKONOMI, KETERBUKAAN PERDAGANGAN, DAN STABILITAS POLITIK TERHADAP PERKEMBANGAN PASAR SAHAM ASEAN-5. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 17(1), Article 1. <https://doi.org/10.32815/jibeka.v17i1.1374>